2012 年度　広島県　非営利組織のマネジメント力強化研修　上級コース　5 日目

日程:2012 年 9 月 27 日(木)9:00～17:30
会場:広島工業大学広島校舎 201 教室
講師:一橋大学大学院　商学研究科　中野誠氏
事務局:土谷正樹、中村恵市郎、田村友美
出席者:非営利組織 16 名　企業 9 名　県職員 7 名

タイムテーブル

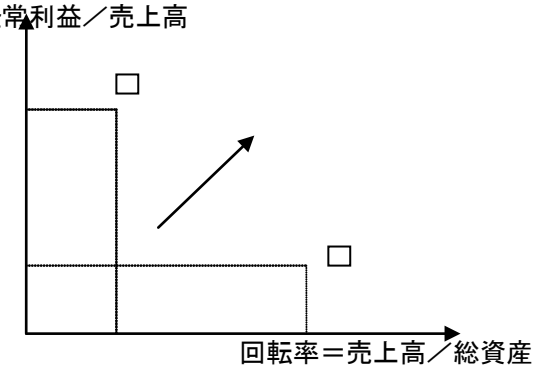
項目	時間	実施者等
経営幹部のためのコーポレートファイナンス	9:00～12:30	講師 一橋大学　大学院　商学研究科教授 中野誠教授
昼休憩	12:30～13:30	
グループ経営・出資比率・資金回収の意思決定	13:30～17:30	講師 一橋大学　大学院　商学研究科教授 中野誠教授

講義概要

<午前の部>セッション C-2[経営幹部のためのコーポレート・ファイナンス]

●売上率経常利益率と回転率の関係●

売上高経常利益率＝経常利益／売上高



ROA＝経常利益／総資産
※ROAとは
　ROA企業が持っている総資産が、利益獲得のためにどれだけ有効活用されているのかを表す財務指標

《ROA の分解分析 2011》

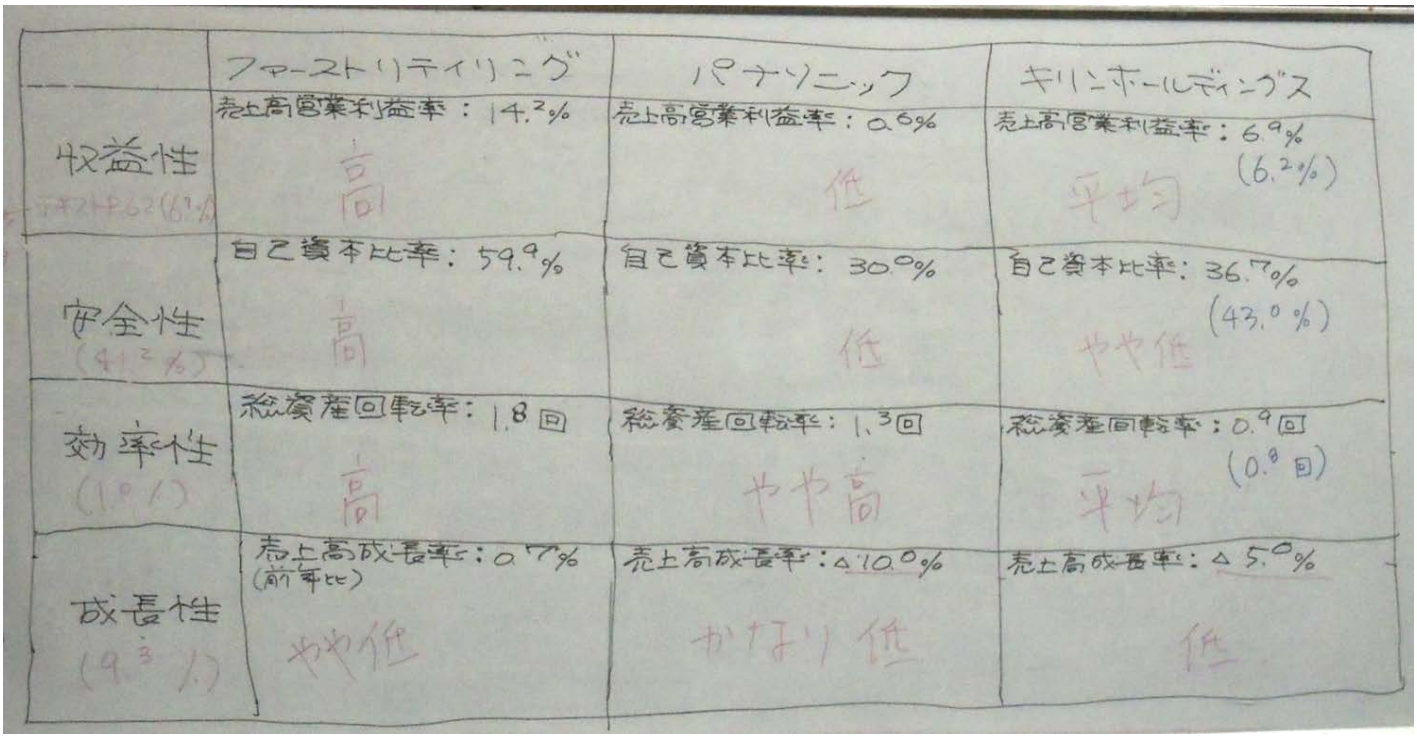
➔そごう・西武（セブン＆アイの子会社）は、回転率が高いが利益率は低い
➔三越・伊勢丹は回転率と利益率共に低い
➔全体的には百貨店はもうからない（コンビニが再度勢いを増している）

●ディスカッション「実際の財務諸表を使った民間企業分析」●

「グロービスMBAアカウンティング　改訂 3 版」の内容に基づき、以下の 3 社の収益性、安全性、効率性、成長性の主要な比率を算出し、各社を比較する。3 社はそれぞれ、「どのような財務的特徴を有するのか？」に関して各自の意見を事前にまとめてくる。グループ内で議論をするため、PC作成の場合にはプリントアウトもしてきて下さい。全ての指標を使うというよりは、自分で大切だと思う指標を使って各社の特徴を考えてみて下さい。決まり切った回答がある訳ではありません。自由に分析して下さい。

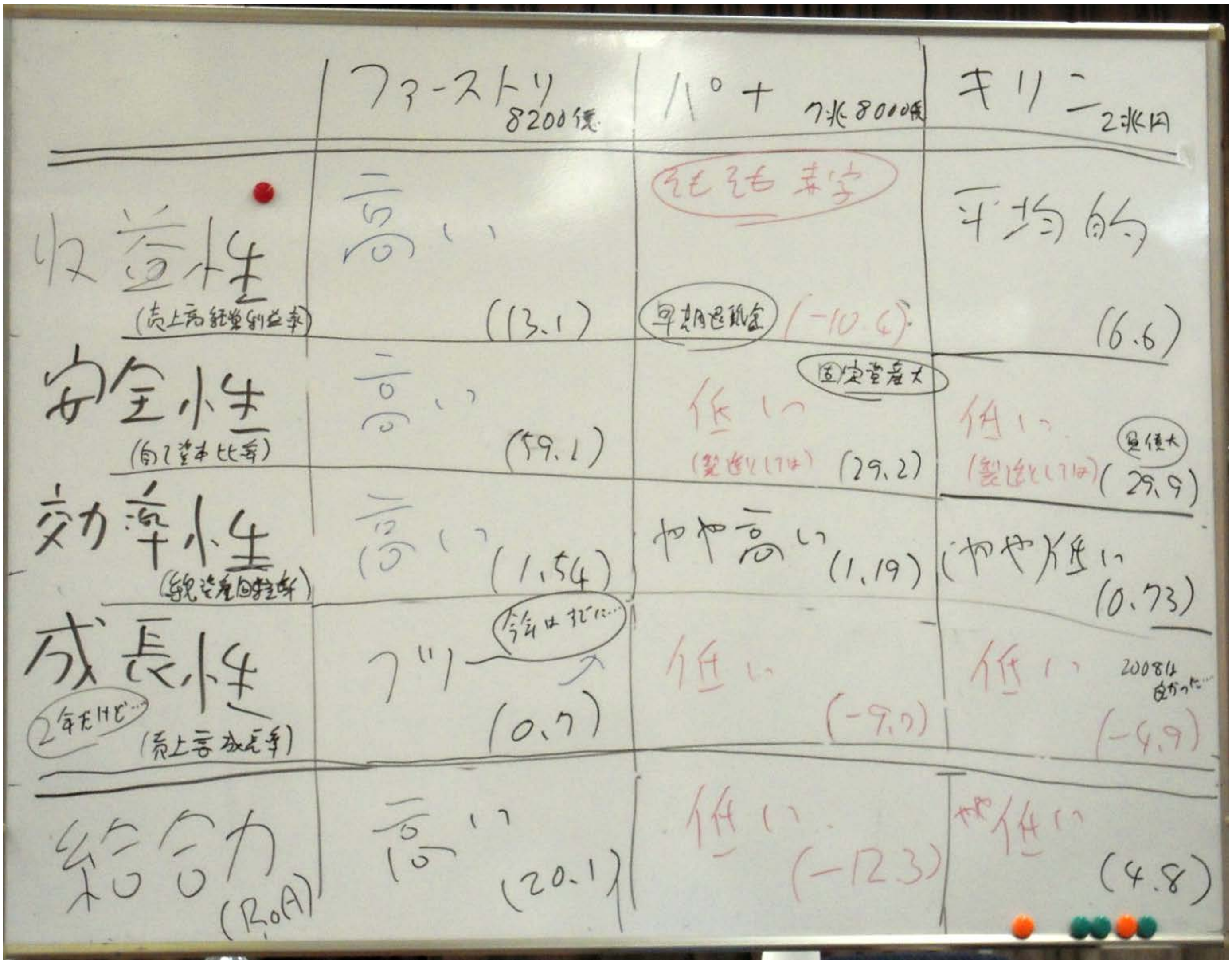
［分析対象企業］：ファーストリテイリング、パナソニック、キリンホールディングス
［分析年度］：直近に 2 年間、余裕のある人は、もう少し長めに、各社ごとに決算期が異なりますが、あまり細かいことは気にせずに取り組んで下さい。
［財務データの入手］：各自、各社 HP にアクセスして、「連結財務諸表」のデータを入手の上、分析をしてください。

≪A班の発表≫



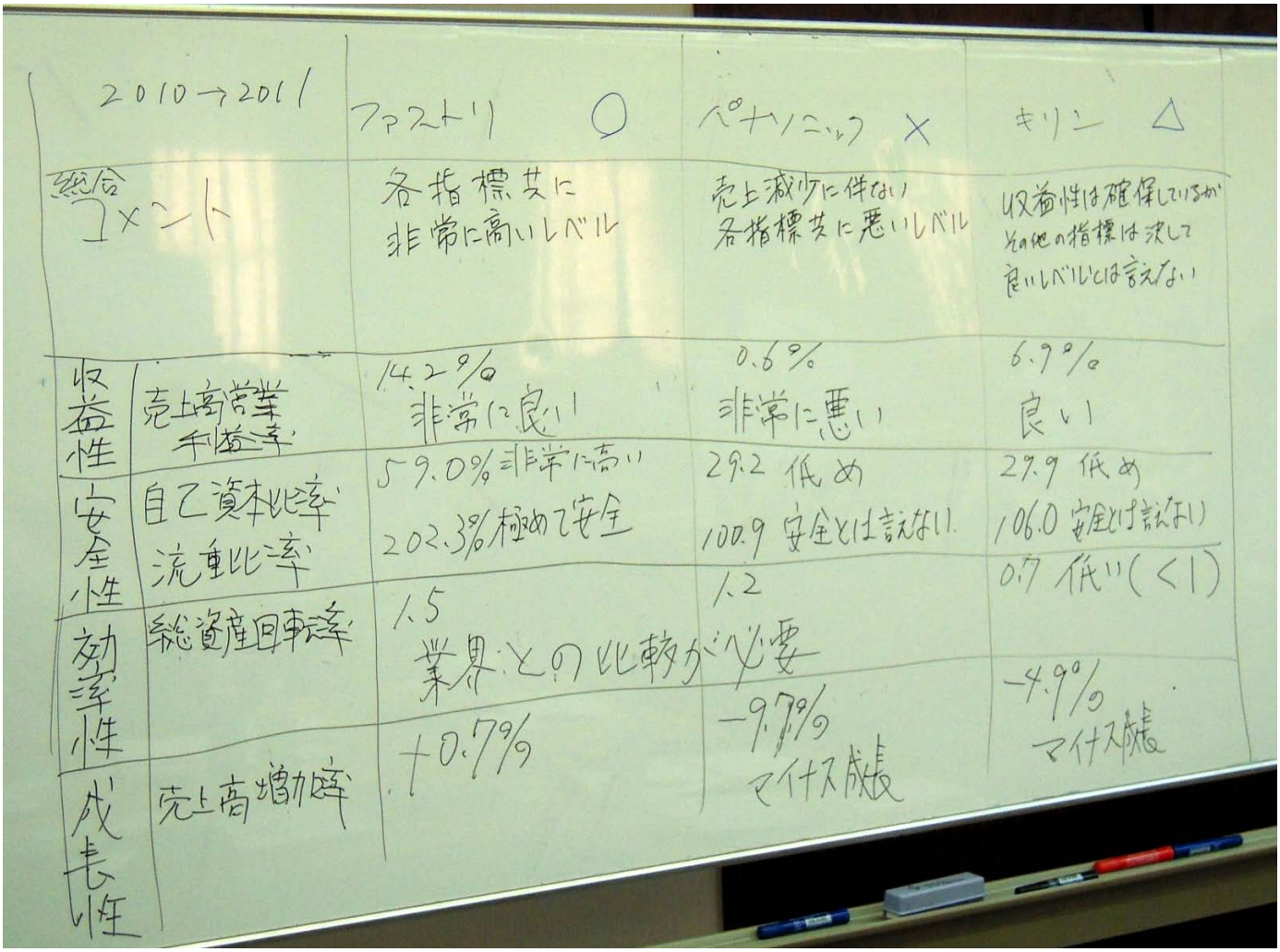
	ファーストリテイリング	パナソニック	キリンホールディングス
収益性	売上高営業利益率：14.2% 高	売上高営業利益率：0.6% 低	売上高営業利益率：6.9% (6.2%) 平均
安全性	自己資本比率：59.9% 高	自己資本比率：30.0% 低	自己資本比率：36.7% (43.0%) やや低
効率性	総資産回転率：1.8回 高	総資産回転率：1.3回 やや高	総資産回転率：0.9回 (0.8回) 平均
成長性	売上高成長率：0.7% (前年比) やや低	売上高成長率：△10.0% かなり低	売上高成長率：△5.0% 低

≪B班の発表≫



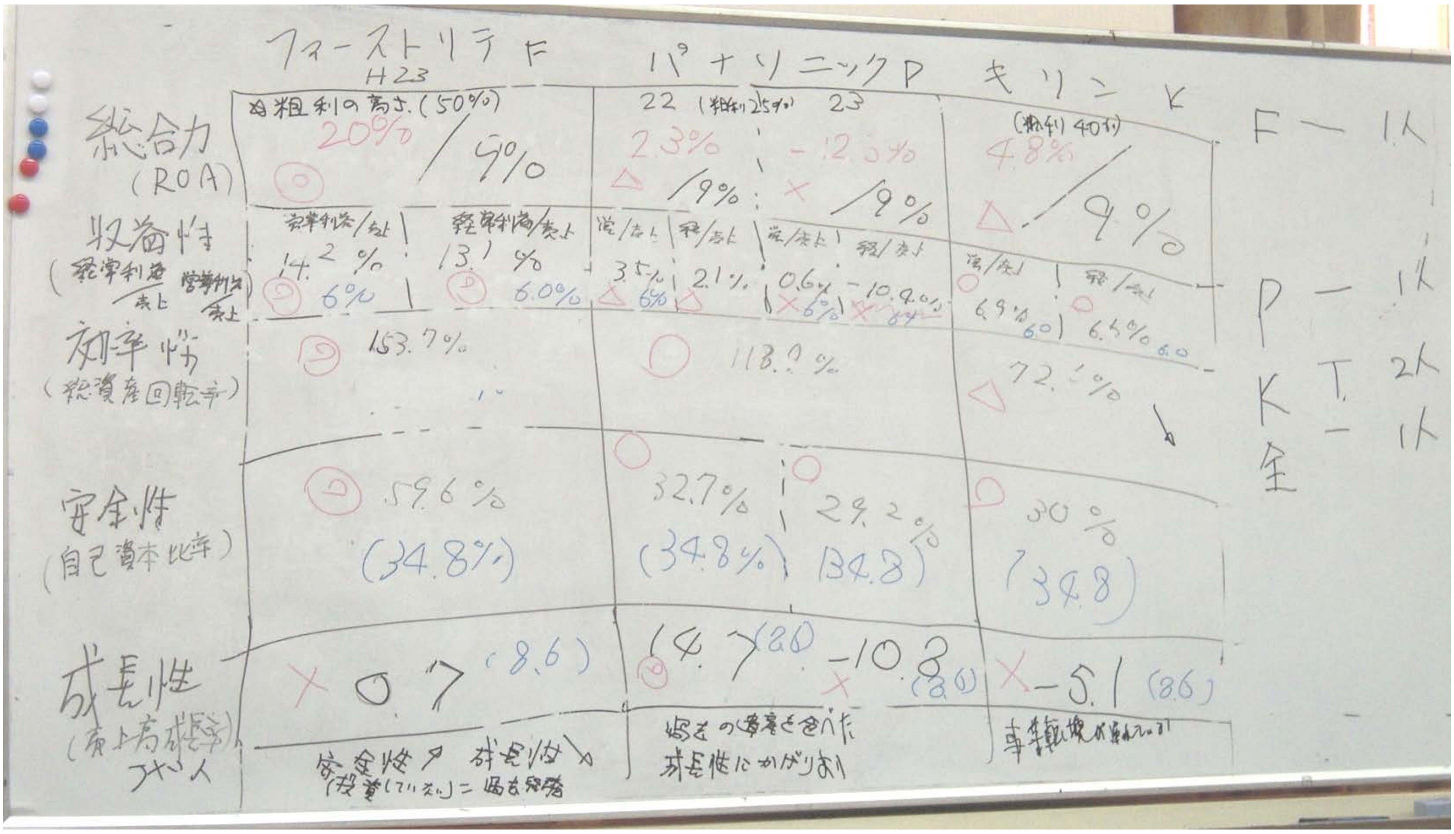
ファーストリ
8200億
パナ
7兆8000億
キリン
2兆円
収益性
(売上高経常利益率)
高い
(13.1)
そもそも赤字
早期退職金
(−10.6)
平均的
(6.6)
安全性
(自己資本比率)
高い
(59.1)
固定資産大
低い
(製造としては)
(29.2)
低い
(製造としては)
負債大
(29.9)
効率性
(総資産回転率)
高い
(1.54)
やや高い
(1.19)
(やや)低い
(0.73)
成長性
2年だけど…
(売上高成長率)
(0.7)
低い
(−9.7)
低い
(−4.9)
総合力
(ROA)
高い
(20.1)
低い
(−12.3)
やや低い
(4.8)

≪C班の発表≫

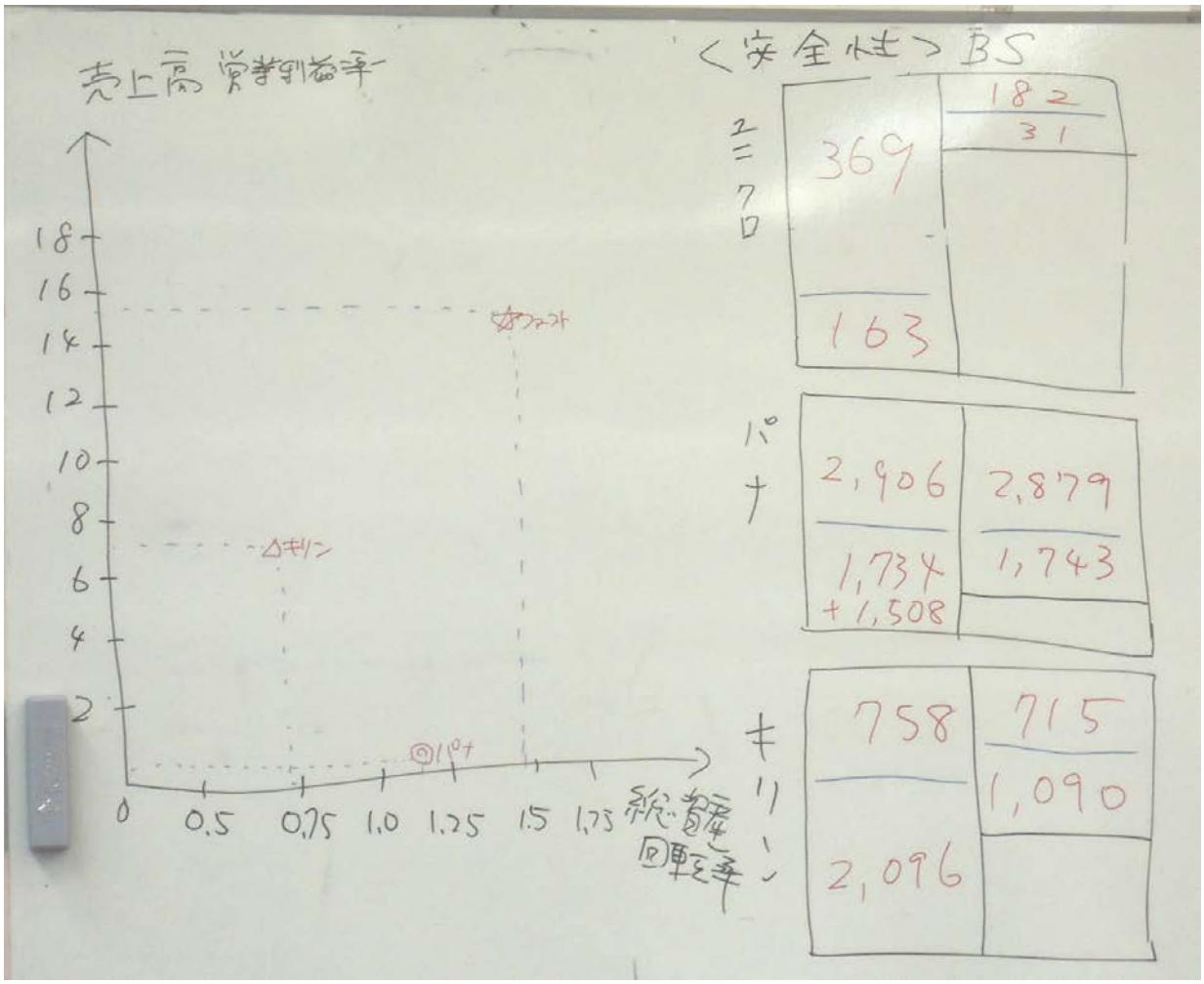


2010→2011		ファストリ ○	パナソニック ×	キリン △
総合コメント		各指標共に非常に高いレベル	売上減少に伴ない各指標共に悪いレベル	収益性は確保しているがその他の指標は決して良いレベルとは言えない
収益性	売上高営業利益率	14.2% 非常に良い	0.6% 非常に悪い	6.9% 良い
安全性	自己資本比率	59.0% 非常に高い	29.2 低め	29.9 低め
	流動比率	202.3% 極めて安全	100.9 安全とは言えない	106.0 安全とは言えない
効率性	総資産回転率	1.5 業界との比較が必要	1.2	0.7 低い(<1)
成長性	売上高増加率	+0.7%	-9.7% マイナス成長	-4.9% マイナス成長

≪D班の発表≫

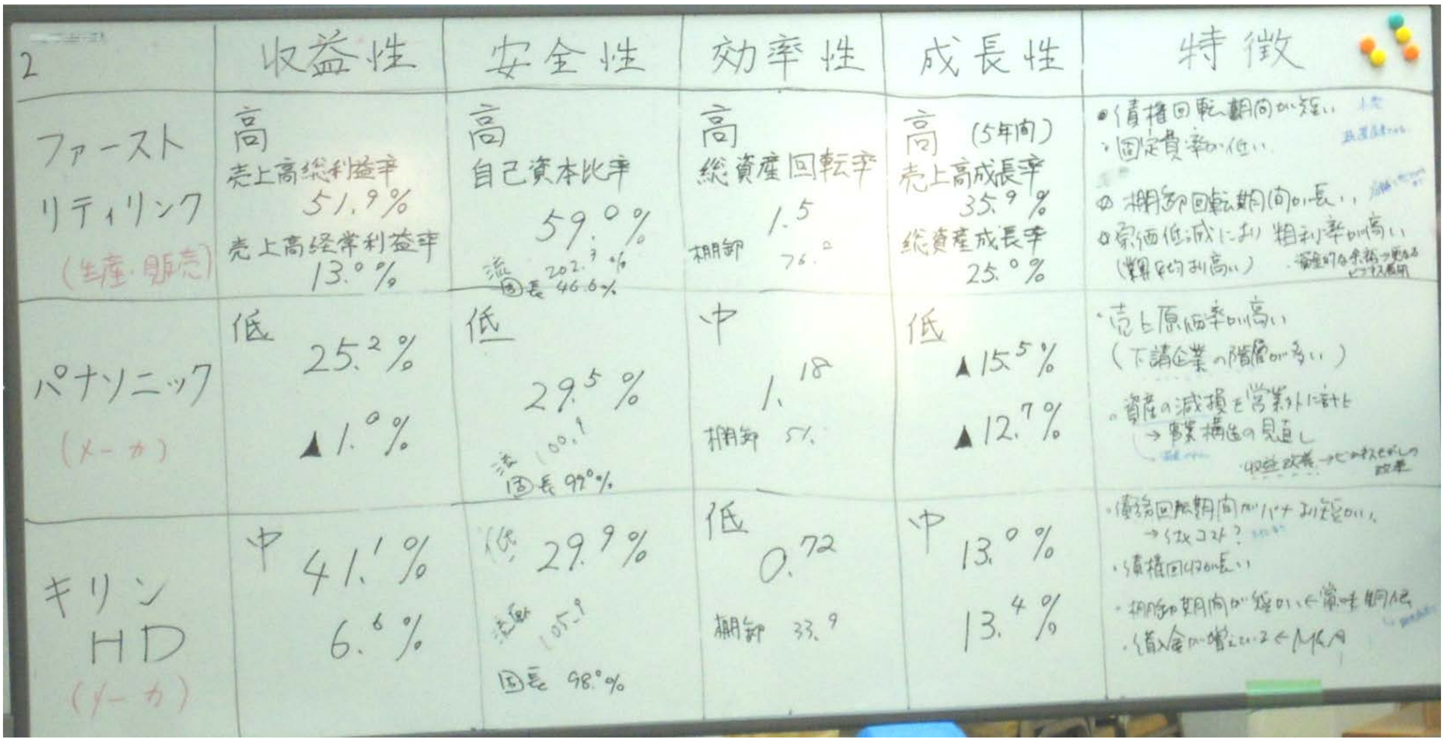

ファーストリテ F
H23
パナソニック P
キリン K
総合力
(ROA)
収益性
効率性
(総資産回転率)
安全性
(自己資本比率)
成長性
59.6%
(34.8%)
32.7%
(34.8%)
30%
F ― 1人
P ― 1人
T 2人
K ― 1人
全

≪E班の発表≫



		ファースト リテ	パナソニック	キリンHD
収益性	売上高総利益率	51.9%(+0.3)	25.3%(△1.2)	41.2%(+2.6)
	ー;ー営業利益率	14.2%(△2)	0.6%(△2.9)	6.9%(△0.1)
安全性	・当座比率	120.27%(+13.02)	57.22%(△17.5)	67.47%(△1.3)
	・自己資本比率	59%(+3)	29.5%(△5)	29.1%(△6.4)
効率性	・総資本回転率	1.54回(△0.07)	1.19回(+0.08)	0.73回(△0.09)
成長性	・総資産増加率	5.2%(△4.3)	△15.6%(0)	7.7%(+15.1)

≪F班の発表≫



収益性
安全性
効率性
成長性
特徴
ファーストリテイリング
(生産・販売)
高
売上高総利益率
51.9%
売上高経常利益率
13.0%
高
自己資本比率
59.0%
高
総資産回転率
1.5
棚卸
高 (5年間)
売上高成長率
35.9%
総資産成長率
25.0%
・債権回転期間が短い
・固定費率が低い
・棚卸回転期間が長い
・原価低減により粗利率が高い
(業界平均より高い)
パナソニック
(メーカ)
低
25.2%
▲1.0%
低
29.5%
中
1.18
棚卸 51.
低
▲15.5%
▲12.7%
・売上原価率が高い
(下請企業の階層が多い)
・資産の減損を営業外に計上
→事業構造の見直し
キリンHD
(メーカ)
中
41.1%
6.6%
低 29.9%
固長 98.0%
低
0.72
棚卸 33.9
中
13.0%
13.4%
・債権回収期間が長い

●FR・パナソニック・キリンの財務分析●

・売上高について

➔パナソニックは 20 年間伸びていない

・営業利益

➔パナソニックの上昇はエコ減税・円安によるもの（2004～2008）→それが切れて急降下

➔目的が分散すると利益が得られない。（政治的なもの）

・当期純利益

➔マイナスは各社の作戦によるもの

・売上高総利益率

〈日本のビール会社が儲かっていないのは何故か？〉

➔販売促進費が多いため（過酷な競争がある）

➔外国は量販店で大量販売（広告宣伝費をあまり使わない）

➔日本は国内製品の質が高いため、特殊な市場である。

〈キリンの負債について〉

※負債

➔無利子負債（支払手形、買掛金、預り金）

➔有利子負債（借入金、社債）

・2000 年から借入金を使う。（無借金経営の終了）

➔積極的に負債を使う（低金利を背景）

➔しかし事業リスクがある（営業利益のブレ）

➔半導体メーカーは負債をあまり使わない。

※韓国の例

サムスンは元々半導体メーカーであったが、国家経済の破綻の際に株主資本率が 2 割ぐらいであった。その後、資本を厚くすることに方針を変え、現在では 6 割まで回復。

➔半導体メーカーは負債を使いにくい状況にある。

〈午後の部〉セッション　C-3[グループ経営・出資比率・資金回収の意思決定]

●企業財務の3つの柱●

1. 投資の意思決定

投資額＜キャッシュ・イン・フロー（CF、将来←予測）→GOサイン
投資額＞キャッシュ・イン・フロー（CF，将来←予測）→STOP

※DCF（ディスカウンテッド・キャッシュフロー）
➔企業が将来にわたって生み出すフリーキャッシュフローを推計し、一定の率によって割引いて算出した現在価値のこと。企業価値やプロジェクト投資等の投資成果の価値評価をする際に使われる。

※投資決定の意思決定の甘さが、のれんの減損に現れる
※コーポレートファイナンスは自分達の意思決定に役立つもの

2. 資金調達の意思決定

社債（8 割、銀行）、株式（2 割）

・旧大蔵省が銀行の力を強くするため、資金調達先を限定してきた。（1995 年まで）
→証券会社の拡大を阻止

今は、企業の社債発行が可能。社債と株式の発行は証券会社
※流れとしては資金調達→投資の決定→ペイアウト

3. ペイアウト

●TOBプレミアムの例●

※TOB（take over bit）とは？
➔買収手段の一つ。株式公開買付のこと。

〈メリット〉
➔株式買い付けの期間や価格、条件を事前に公表することで、
1. 指定買付金額の公表により、事前の資金調達が容易になる
2. 条件を満たさないまま買い付けを終了する場合、買い付けのすべてを取り消すことができる
3. インサイダー取引規制に触れることを回避できる

●米国におけるクロスボーダーM&A の買収プレミアム●

※買収プレミアムとは？
➔買収する際に事業価値にプラスして買収プレミアムを乗せること

日本・アジア企業は高く買ってしまっている傾向にある(3 割ぐらい)

●格付け会社について●

社債の安全性を評価
➔S＆P、ムーディーズ（海外）
➔R＆I（日本）

※AAA～A、BBB～B、・・・・・・

●ディスカッション[グループ経営・出費比率・資金回収の意思決定]●

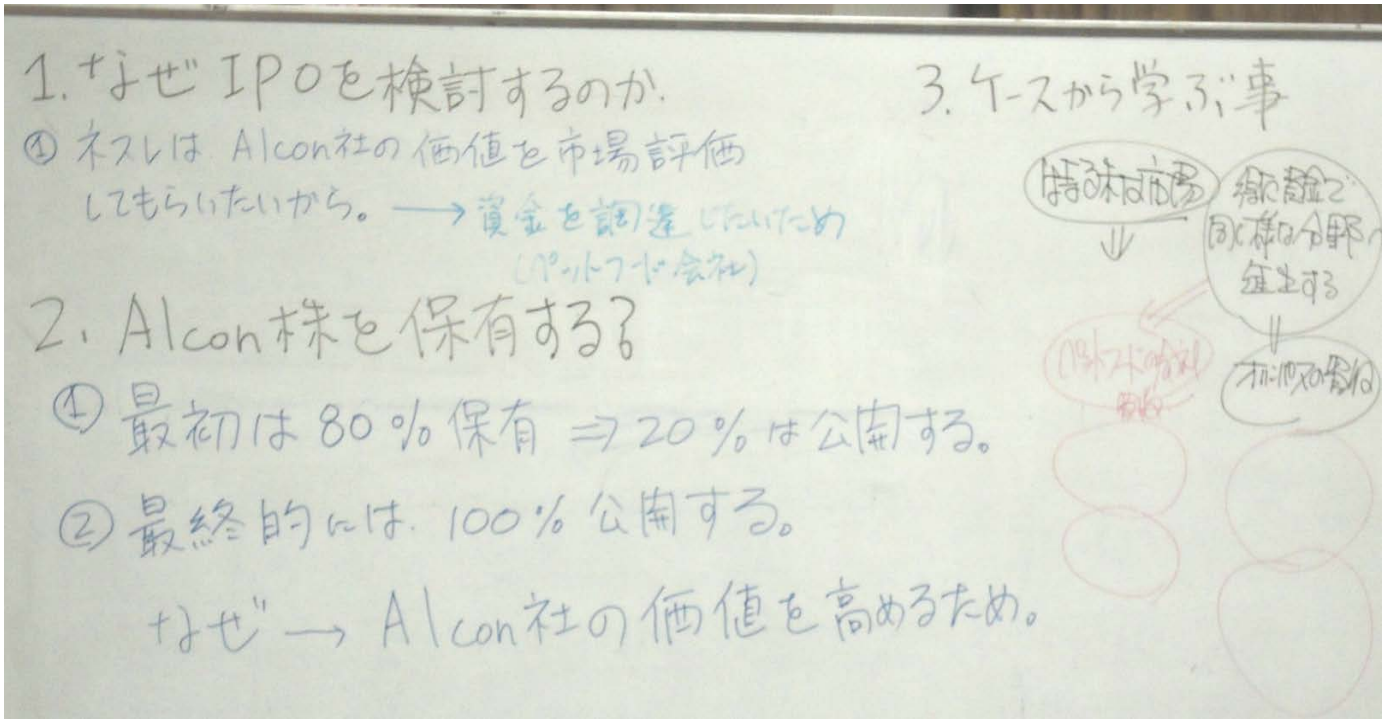
世界最大の飲料・食品企業である Nestle のケースを題材とする。アルコン社というノン・コア事業の子会社に対する出費比率をめぐる意思決定。ノン・コア事業への関与の仕方、資金回収のタイミングに関する意思決定を学ぶ。グループディスカッションと全体ディスカッションを行う。英語が苦手な場合には、英文箇所の和訳を参考にしてください。

1. なぜ Nestle は Alcon のIPO(株式公開)を検討しているのか？

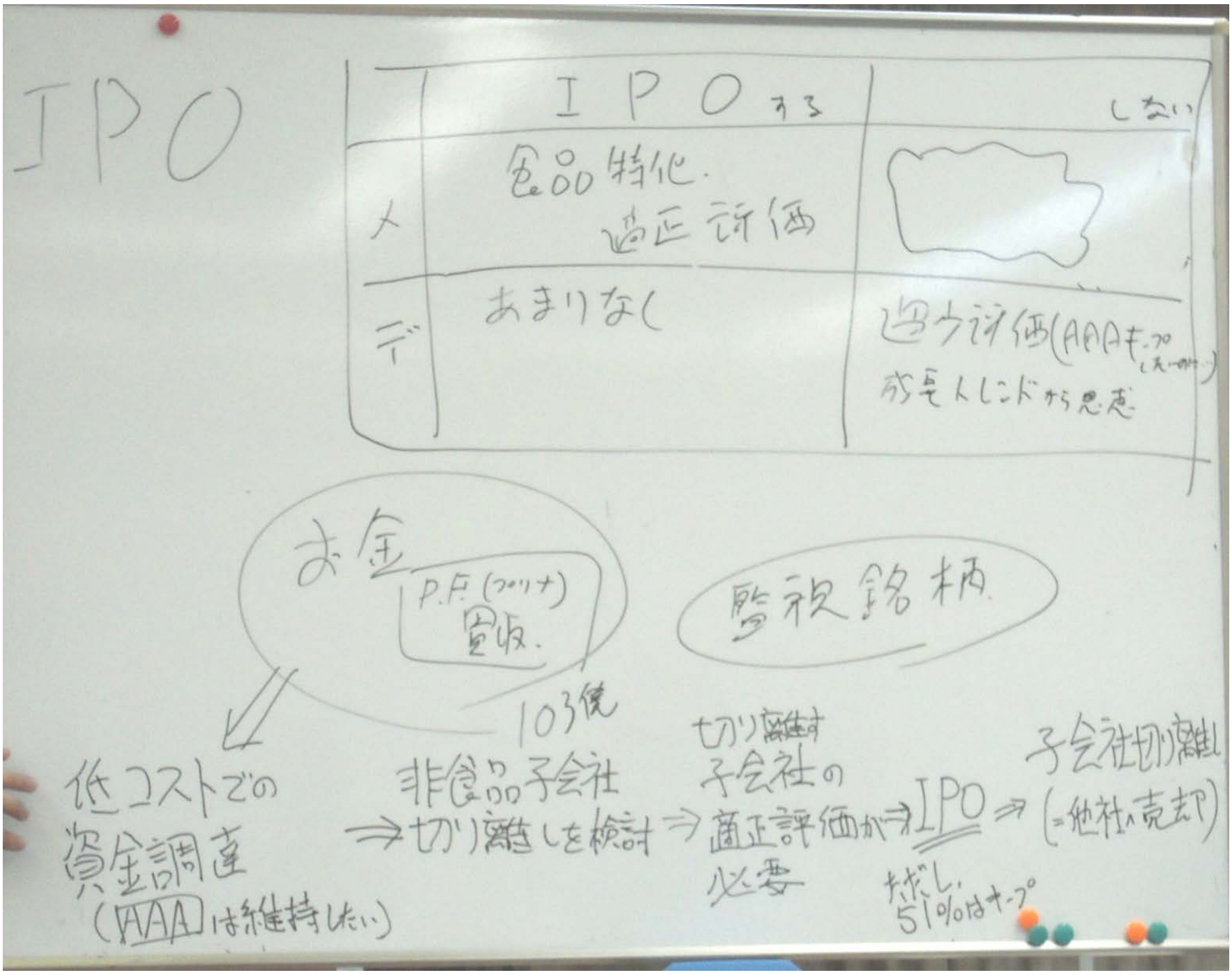
2. Alcon を IPO すると仮定します。Nestle は IPO 後も Alcon 株保有を継続すべきか？継続保有するなら、何割か？理由とともに説明せよ。

3. このケースから学べる事柄があるとすれば、それは何でしょうか？自由に考察してください。

≪A班の発表≫

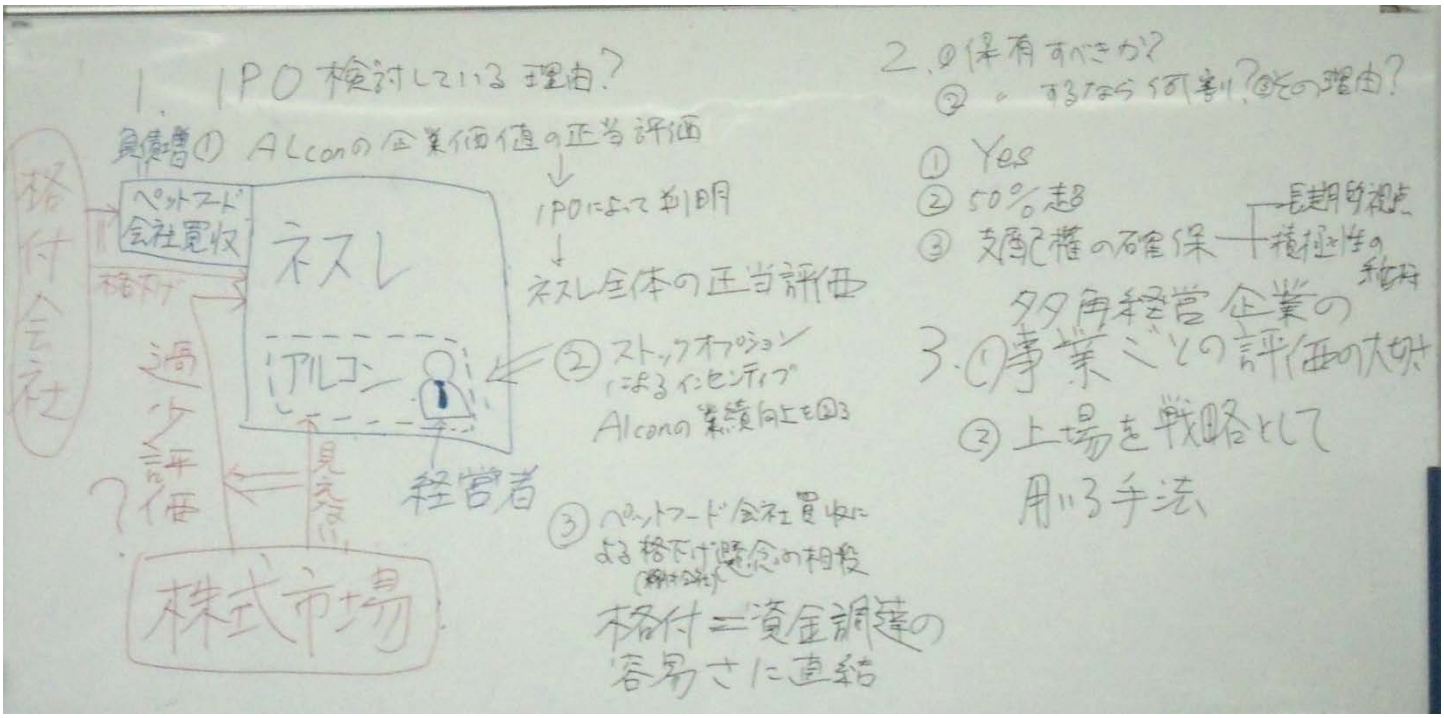


≪B 班の発表≫

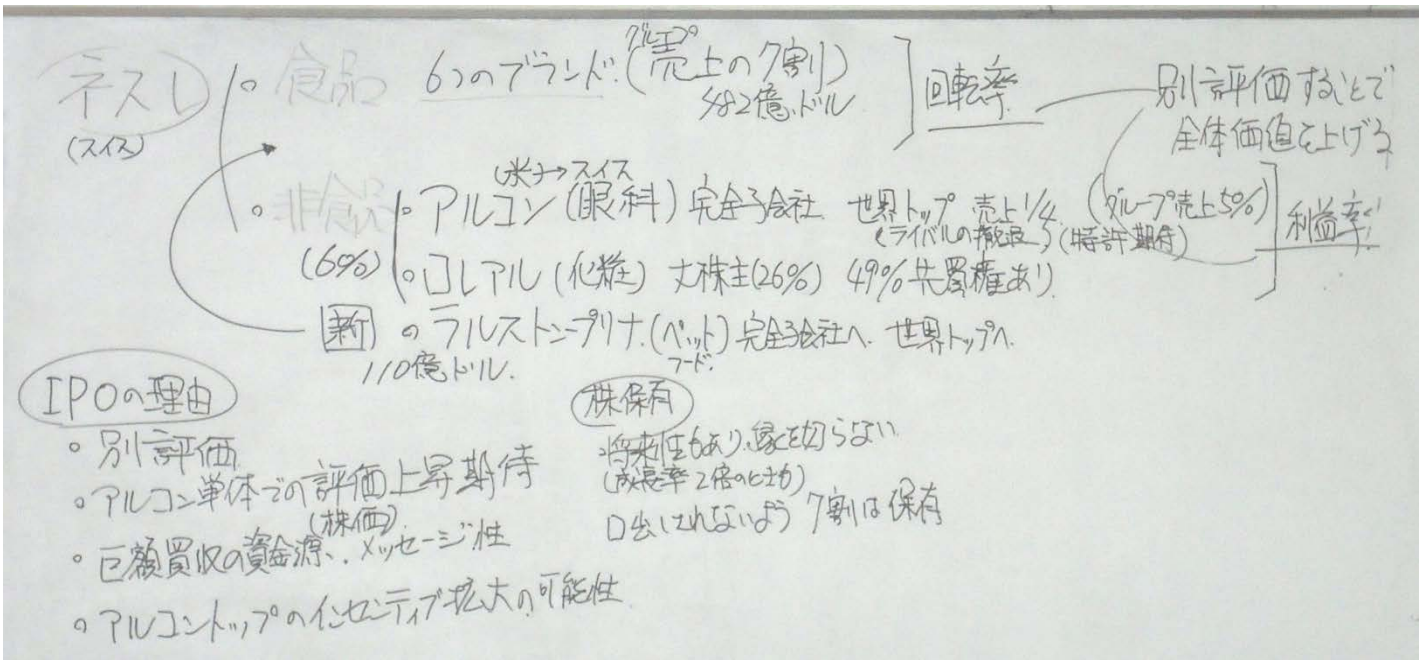


IPO
IPOする
しない
メ
食品特化
適正評価
デ
あまりなし
お金
P.F(フーリナ)
買収
103億
監視銘柄
低コストでの
資金調達
(AAAは維持したい)
非食品子会社
⇒切り離しを検討
切り離す
子会社の
適正評価が
必要
IPO
ただし、
51%はキープ
子会社切り離し
(=他社へ売却)

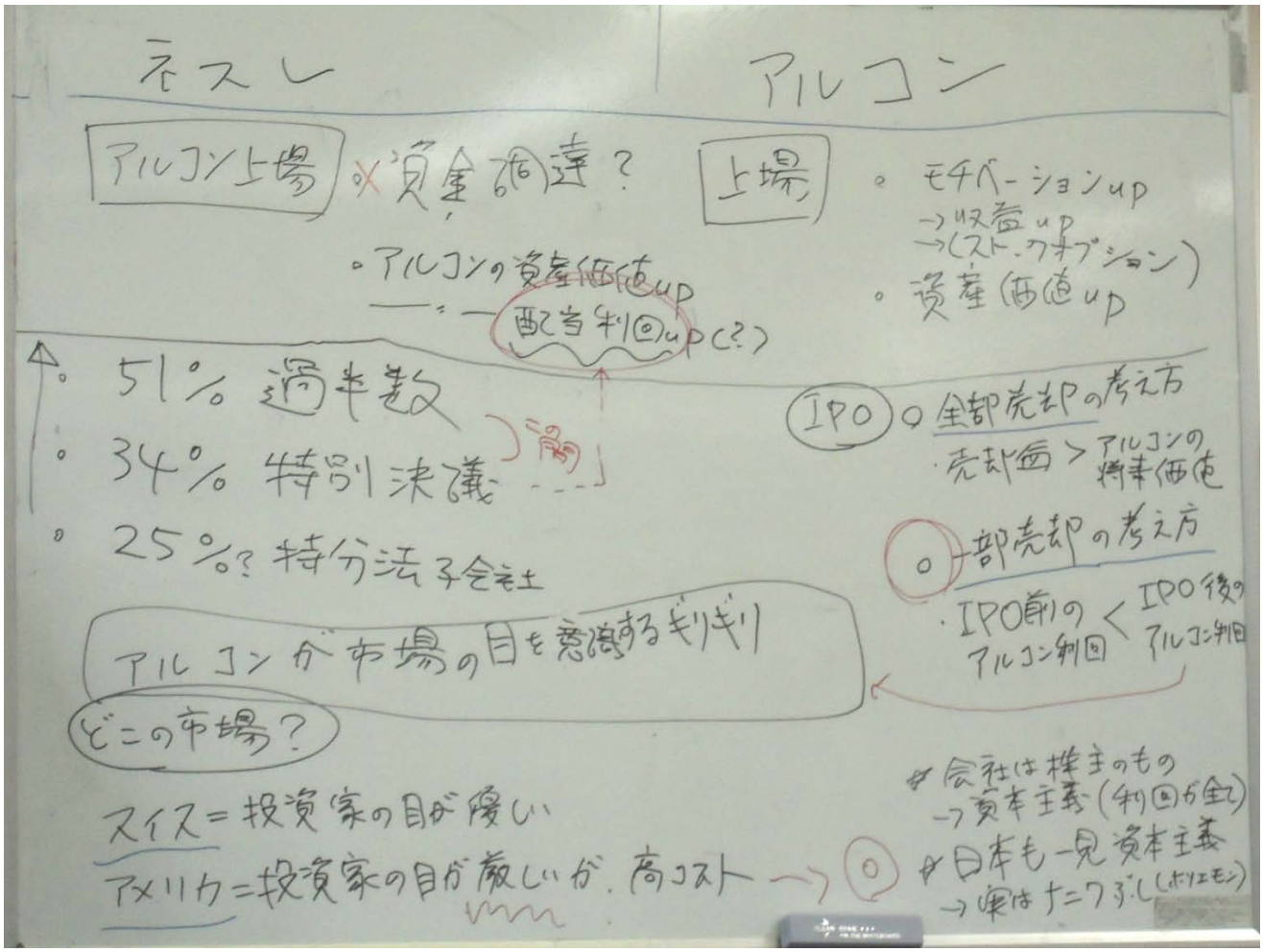
≪C 班の発表≫


1. IPO検討している理由?
負債増① ALconの企業価値の正当評価
IPOによって判明
ネスレ全体の正当評価
② ストックオプションによるインセンティブ
Alconの業績向上を図る
③ ペットフード会社買収による格下げ懸念の相殺
格付＝資金調達の容易さに直結
ペットフード会社買収
ネスレ
アルコン
経営者
格付会社
過少評価?
株式市場
2. ①保有すべきか?
② 〃 するなら何割? ③その理由?
① Yes
② 50%超
③ 支配権の確保
長期的視点
積極性の
多角経営企業の
3. ①事業ごとの評価の大切
② 上場を戦略として用いる手法

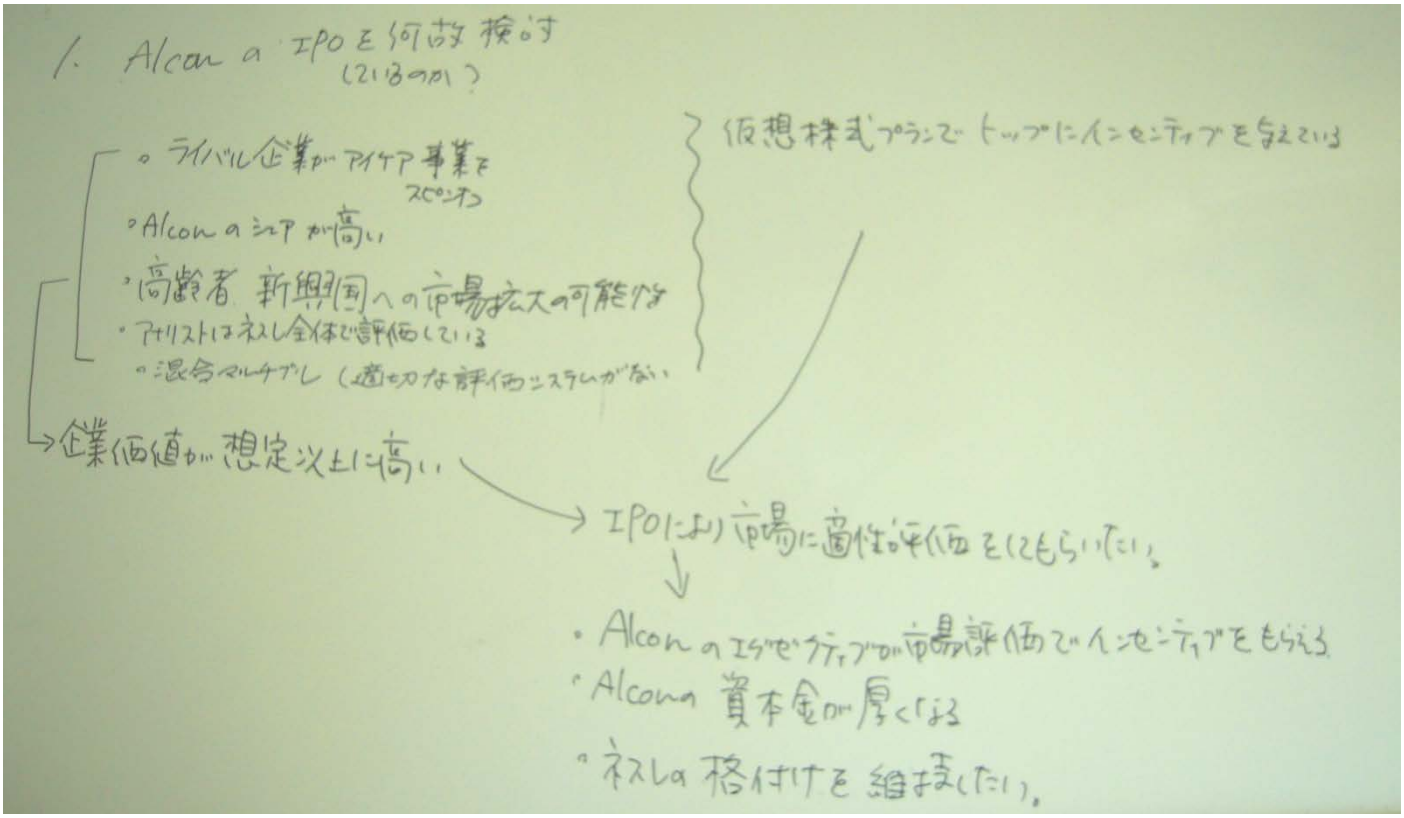
≪D 班の発表≫

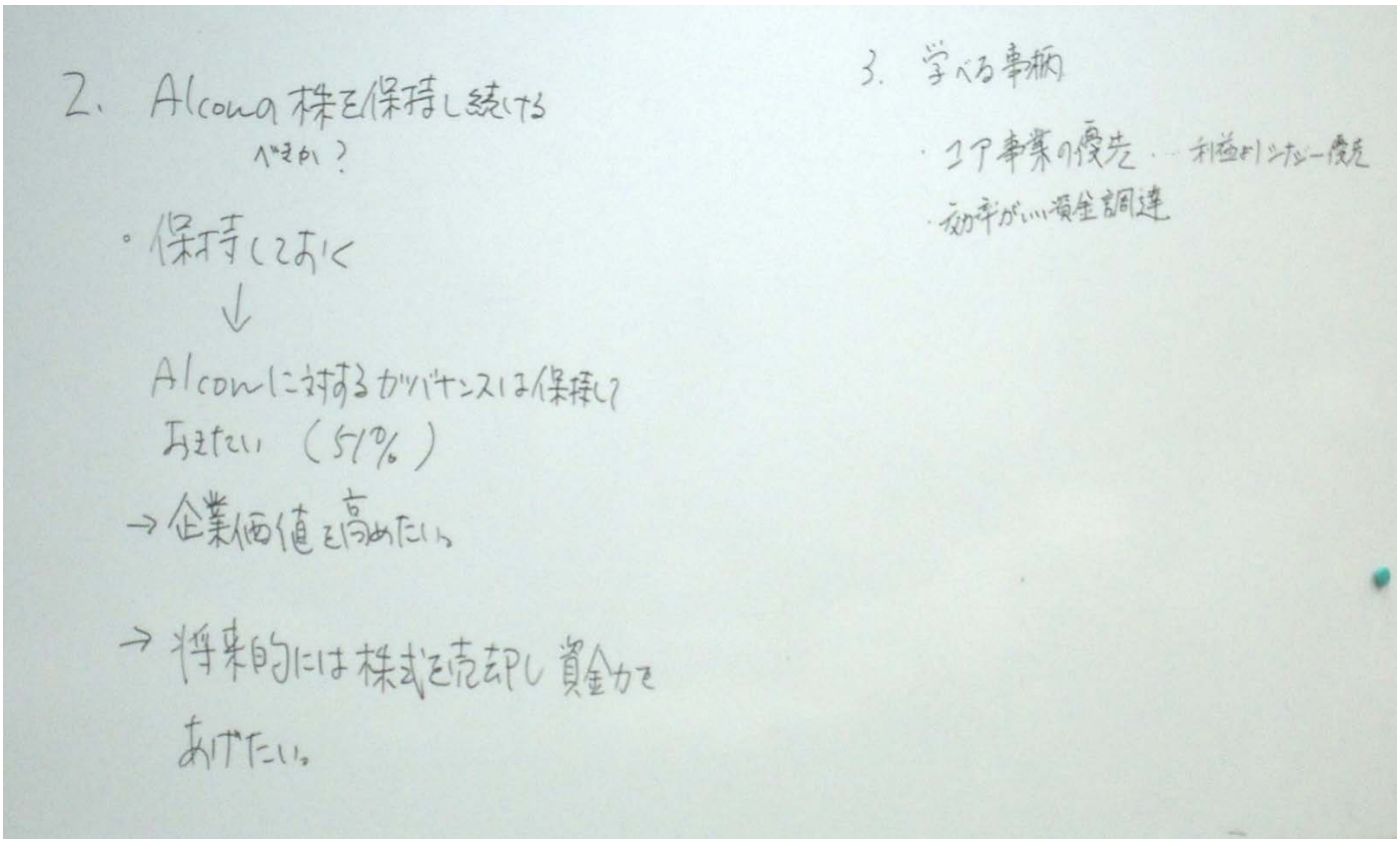

ネスレ
(スイス)
食品
6つのブランド
(売上の7割)
分2億ドル
回転率
別評価することで
全体価値を上げる
非食品
(6%)
アルコン(眼科)(米→スイス)完全子会社
世界トップ 売上1/4
(ライバルの撤退)
(グループ売上5%)
(時計期待)
利益率
ロレアル(化粧) 大株主(26%) 49%共同支配あり
新 ラルストンプリナ.(ペットフード) 完全子会社へ 世界トップへ
110億ドル
IPOの理由
・別評価
・アルコン単体での評価上昇期待
・巨額買収の資金源、(株価)メッセージ性
・アルコントップのインセンティブ拡大の可能性
株保有
将来性もあり、縁を切らない
(成長率2倍のヒトも)
口出しされないよう7割は保有

≪E 班の発表≫


ネスレ
アルコン
アルコン上場×資金調達？
上場
・モチベーションup
→収益up
→(スト・オプション)
・資産価値up
・アルコンの資産価値up
配当利回りup(?)
・51%過半数
・34%特別決議
・25%?特分法子会社
アルコンが市場の目を意識するギリギリ
どこの市場？
スイス=投資家の目が優しい
アメリカ=投資家の目が厳しいが、高コスト
IPO
○全部売却の考え方
・売却価>アルコンの将来価値
○一部売却の考え方
・IPO前のアルコン利回<IPO後のアルコン利回
☆会社は株主のもの
→資本主義(利回が全て)
☆日本も一見資本主義
→実はナニワぶし(ボリエモン)

≪F 班の発表≫


1. Alcon の IPO を何故検討しているのか？
・ライバル企業がアイケア事業をスピンオフ
・Alcon のシェアが高い
・高齢者 新興国への市場拡大の可能性
・アナリストはネスレ全体で評価している
・混合マルチプル（適切な評価システムがない
仮想株式プランでトップにインセンティブを与えている
企業価値が想定以上に高い
IPOにより市場に適性な評価をしてもらいたい。
・Alcon のエグゼクティブが市場評価でインセンティブをもらえる
・Alcon の資本金が厚くなる
・ネスレの格付けを維持したい。


2. Alcon の株を保持し続けるべきか？
・保持しておく
↓
Alcon に対するガバナンスは保持しておきたい（51%）
→企業価値を高めたい。
→将来的には株式を売却し資金力をあげたい。
3. 学べる事柄
・アイ事業の優先…利益よりシェア優先
・効率が良い資金調達

●新聞記事の紹介●（2008 年 4 月 8 日・日本経済新聞）➔資料参照

●感想のシェア●➔各班 1 人ずつ➔その後は自由にディスカッション

（講義風景）

研修資料⇒別紙【研修資料一覧】